



**Centro Universitário de Brasília  
Instituto CEUB de Pesquisa e Desenvolvimento - ICPD**

**RODNEY BRAGA FERREIRA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO INSTRUMENTO DE GESTÃO  
PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

Brasília  
2012

**RODNEY BRAGA FERREIRA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO INSTRUMENTO DE GESTÃO  
PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

Trabalho apresentado ao Centro Universitário de Brasília (UniCEUB/ICPD) como pré-requisito para obtenção de Certificado de Conclusão de Curso de Pós-graduação *Lato Sensu* em Gestão Empresarial.

Orientador: Prof. Drº Gilson Ciarallo.

Brasília  
2012

**RODNEY BRAGA FERREIRA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO INSTRUMENTO DE GESTÃO  
PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

Trabalho apresentado ao Centro  
Universitário de Brasília (UnICEUB/ICPD)  
como pré-requisito para a obtenção de  
Certificado de Conclusão de Curso de Pós-  
graduação *Lato Sensu em Gestão  
Empresarial*.

Orientador: Prof. Drº Gilson Ciarallo

Brasília, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2012.

**Banca Examinadora**

---

Prof. Dr. Nome completo

---

Prof. Dr. Nome completo

**Aos amigos da Companhia Brasil Telecom S/A que, sempre se demonstraram dispostos em contribuir com o processo de consolidação das informações, bem como com a sua divulgação ao mercado. Eles sempre respeitaram e contribuíram com o projeto de implantação e melhoria continuada da Governança Corporativa como instrumento de gestão.**

## **AGRADECIMENTO(S)**

Aos amigos conquistados na Brasil Telecom que sempre trabalharam para aumentar o valor intrínseco da Companhia.

**Governança corporativa que produz resultados vai  
além da retórica da reforma da Governança  
Corporativa**

**RAM CHARAN**

## RESUMO

Neste trabalho, procura-se relacionar e identificar possíveis vantagens ou benefícios para as companhias de capital aberto, na adoção das boas práticas de governança corporativa, preconizadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, sobretudo, tentando minimizar o impacto do conflito de agência. O trabalho parte da hipótese de que, quanto maior a diferença entre o direito de voto do acionista controlador (direito de controle) e seu direito sobre o fluxo de caixa (participação no capital total da companhia), maior o potencial de expropriação dos minoritários e, conseqüentemente, pior a avaliação da empresa pelo mercado, resultando em menor valor corporativo. Especificamente, busca-se analisar a valorização das ações no mercado para as companhias que adotam a governança corporativa. Como objetivos específicos: verificar se existe uma relação significativa entre a estrutura de propriedade e valor das empresas componentes das amostras analisadas; verificar se, além de existir uma relação significativa entre as variáveis descritas acima, esta relação aponta para o sentido proposto pelas recomendações do “Código das melhores práticas de Governança Corporativa” do IBGC, de igualdade de direitos de todos os acionistas da empresa por meio da regra uma ação – um voto; contribuir para a discussão sobre governança corporativa apresentando pesquisas que representem o estado da arte sobre o tema, haja vista a crescente importância do assunto no país e a relativa ausência de estudos acadêmicos sobre governança corporativa no Brasil. Concluímos que o conjunto de órgãos e regras estabelecidos é suficiente para tornar o mercado de ações confiável, bem como para tornar a gestão das Companhias mais transparentes, facilitando sobremaneira o acesso a esse mercado que não para de crescer.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Relações com Investidores, Conselho de Administração e *Chief Executive Officer – CEO*.

## ABSTRACT

In this paper, we attempt to relate and identify potential benefits or benefits for public companies, the adoption of good corporate governance practices, recommended by the Brazilian Institute of Corporate Governance - IBGC, above all, trying to minimize the impact of agency conflict. The work starts from the hypothesis that the greater the difference between the voting rights of the shareholder (right panel) and its right on the cash flow (equity stake in the company's total), the greater the potential expropriation of minority and consequently, the worse the firm's valuation by the market, resulting in lower corporate value. Specifically, we seek to analyze the valuation of shares in the market for companies that adopt corporate governance. The specific objectives are to: • Check if there is a significant relationship between ownership structure and firm value components of the samples; • Ensure that, plus there is a significant relationship between the variables described above, this relationship points to the direction proposed by the recommendations of the "Code of Corporate Governance best practices" IBGC, equal rights of all shareholders of the company through rule one share - one vote; • Contribute to the discussion of corporate governance research showing that represent the state of the art on the theme, considering the growing importance of the subject in the country and the relative absence of scholarship on corporate governance in Brazil.

*Key-words: Corporate Governance, Investors Relations, Board of Directors and Chief Executive Officer – CEO.*



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>IX</b>
<b>1 REVISÃO DA LITERATURA</b>	<b>XIII</b>
1.1 Sobre a Propriedade e Controle das Empresas Brasileiras – Práticas de Governança Corporativa no Brasil	XIII
1.2 Sobre as Melhores Práticas de Governança Corporativa	XIV
1.3 Sobre os aspectos Financeiros da Governança Corporativa	XVI
1.4 Sobre o que as principais Empresas Brasileiras vêm fazendo	XVI
1.5 Sobre o que as Autoridades vêm fazendo	XVII
<b>2 PROPRIEDADE E CONTROLE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS</b>	
- PRÁTICA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	XXII
<b>3 MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>	<b>XIX</b>
<b>4 PAPEL DOS CEO'S E DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO</b>	<b>XXXII</b>
<b>5 AVALIAÇÃO DOS CEO'S E DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO</b>	<b>XXXV</b>
<b>6 E AS AUTORIDADES, A CVM E A BOVESPA – O QUE ESTÃO FAZENDO PARA AJUDAR?</b>	<b>XXXVIII</b>
<b>CONCLUSÃO</b>	<b>LVIII</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>LIX</b>

## INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa é uma área de estudo que aborda a forma de relacionamento entre os envolvidos na administração das empresas, se tornando uma referência internacional para a definição de regras e práticas para o mercado de capitais.

A principal definição estabelecida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, que diz:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Trata-se de um conjunto de práticas, padrões e princípios, visando aumentar a transparência da empresa, padronização na divulgação das informações tornando-as simétricas, evitando práticas abusivas e responsabilizando os envolvidos.

Para a OCDE (2004, p. 11), a Governança Corporativa tem a seguinte abrangência:

O governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento econômicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesse relevante. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objetivos da empresa e são determinados os controlados os meios para alcançar esses objetivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.

A Governança Corporativa busca reduzir a expropriação de riqueza do acionista, através de uma estrutura de controle estabelecida pela adoção de códigos que determinam o cumprimento de princípios e práticas para as empresas, com requisitos como:

Conselho de Administração independente; transparência na divulgação de informações; validação das informações através de empresa de auditoria externa; prestação de contas segundo padrões contábeis locais e internacionais;

Esses requisitos limitam a prática de expropriação da riqueza dos acionistas e investidores, buscando evitar problemas oriundos da divergência de interesses e da informação privilegiada, protegendo o valor dos acionistas (shareholder value) e evitando fraudes.

A adoção de práticas de Governança Corporativa implica no estabelecimento de uma estrutura de controle com um conselho de administração, na criação de cargos responsáveis com a área de relacionamento entre a empresa e o investidor, e na contratação de auditorias externas para validação das informações prestadas.

A estrutura da empresa para o cumprimento dessas práticas implica em um aumento de gastos financeiros para as empresas já listadas nos mercados de capitais. A totalidade desses desembolsos é muito variável devido às características particulares de cada empresa, como a organização interna, o relacionamento com as auditorias, os padrões contábeis adotados, a divulgação de informações para o mercado nos meios de comunicação.

Apesar do aumento dos custos para a empresa, a adesão das companhias às boas práticas de Governança Corporativa pode reverter-se em benefícios, pois aumenta a transparência e credibilidade, gerando um maior interesse para os investidores nas suas ações. Além disso, ainda podem ocorrer benefícios oriundos de uma melhoria na gestão através da tomada de decisões de investimentos por conselhos e comitês.

A presente pesquisa busca avaliar a inserção das empresas brasileiras na Governança Corporativa, observando os principais custos e benefícios incorridos na adoção de suas práticas, e principalmente o ingresso no Novo Mercado.

Isto se justifica pela importância que a Governança Corporativa tem para as empresas do país, pois aumenta a possibilidade de entrada de investimentos, do número de negócios negociadas na bolsa de valores e também do movimento de emissões primárias de ações. Assim, favorece o fortalecimento do mercado de capital do Brasil, o qual se consolida cada vez mais entre os principais mercados de capitais internacionais, já sendo o maior mercado da América Latina;

Destarte, a presente pesquisa parte da hipótese que a empresa que possui Governança Corporativa e aderiu aos níveis diferenciados de governança da Bovespa – Novo Mercado tem maior valorização pelo mercado e melhor apresentação dos indicadores financeiros de desempenho, representando vantagens em estabelecer as boas práticas de Governança Corporativa, em relação aos custos absorvidos pelas empresas.

Partindo desta hipótese, o presente trabalho tem o objetivo de discutir e analisar os custos e benefícios das empresas que adotaram as práticas de Governança Corporativa, analisando também a consolidação dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.

O presente estudo visa avaliar a percepção do mercado em relação ao potencial de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos controladores sob diferentes estruturas de propriedade frente a uma das práticas recomendadas pelo IBGC, da igualdade dos direitos de todos os acionistas. Contribuindo para a formulação de diretrizes públicas que favoreçam o desenvolvimento de companhias

com menor potencial de expropriação dos investidores, fomentando, em última instância, o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

A hipótese da maioria das pesquisas sobre governança corporativa é buscar descobrir uma estrutura mais eficiente de governança, tentando diminuir a diferença entre o valor da companhia caso fosse operada de forma ótima e sua avaliação atual de mercado. O entendimento da estrutura de governança corporativa passa pelo entendimento da estrutura de propriedade da empresa que será o enfoque do presente estudo.

Todo o movimento em torno de governança corporativa se justifica pela noção de que o assunto é importante para o desempenho e valor das empresas. Em um sentido mais amplo, o entendimento da governança corporativa visa não somente ilustrar a discussão sobre melhorias marginais nas economias com mercados de capitais sofisticados, mas também poder estimular mudanças institucionais profundas em lugares onde elas precisam ser feitas. O entendimento e a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras poderiam ser úteis para ajudá-las a ser mais eficientes e ajudar a desenvolver o mercado de capitais.

No primeiro capítulo, apresentamos a fundamentação do estudo, bem como as justificativas para o aprofundamento do estudo. O segundo capítulo tratamos do fenômeno da globalização, a origem e a evolução no tempo e no espaço do tema abordado. No terceiro capítulo apresentamos as ações que estão sendo adotadas pelas companhias. No quarto e quinto capítulos, tratamos de apresentar os direitos e deveres dos principais gestores, *CEO* e Conselho de Administração, das companhias. Já no sexto capítulo destacamos o papel dos principais agentes reguladores, CVM, Bovespa, IBGC e, dos instrumentos disponíveis para consulta e orientação dirigidas às companhias.

## **1 REVISÃO DA LITERATURA**

O assunto principal deste estudo é bastante atual e como tal passa por modificações constante sendo objeto de pesquisa e debate por diversos agentes do mercado. O tema Governança Corporativa é relativamente novo no Brasil e, portanto, a referência bibliográfica está sendo formada. Consequentemente, este estudo teve como referências principais diversas pesquisas e estudos conduzidos por empresas e profissionais especializados, publicações dos diversos institutos de Governança Corporativa, artigos, jornais e revistas, considerados referências no segmento econômico e leis, normas e regulamentos.

### **1.1 Sobre a propriedade e controle das empresas brasileiras – Práticas de Governança Corporativa no Brasil:**

Valadares e Leal (1999-2000) analisam a estrutura de controle e propriedade das companhias abertas no Brasil. O Estudo demonstra um alto nível de concentração de propriedade, uma violação comum a regra do “uma ação – um voto”.

Artigos e pesquisas feitas por Vidigal (2002, 2000) tiveram como base empresas familiares que mantêm o controle por pelos menos cem anos e constatarem a existência de 21 empresas. Vidigal analisa questões relacionadas à sucessão e Governança em empresas familiares.

## 1.2 Sobre as melhores práticas de Governança Corporativa:

O relatório produzido pelo Comitê de estudos de Governança Corporativa (1992), produzido em 1991, na Inglaterra, foi encomendado pelo Banco da Inglaterra em 1991. Lord Cadbury liderou uma comissão para estudar aspectos financeiros da Governança Corporativa. Esta comissão foi formada após vários casos de escândalos financeiros.

A comissão Cadbury representou um esforço conjunto com a Bolsa de Valores de Londres, da profissão contábil e do conselho de Relatórios Financeiros, todas da Inglaterra. Como resultado, a comissão desenvolveu o Código de Melhores Práticas (*Code of Best Practises*). Em resumo o Código descreve: Responsabilidades do Conselho de Administração; Membros do Conselho; Importância de membros independentes no Conselho; Necessidade de comitês do Conselho, especificamente um comitê de Auditoria.

A bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) e a Associação Nacional de Operadores de Bolsa (NASD), em resposta a preocupações expressas pelo Presidente da *Securite And Exchange Comission (SEC)*, sobre a adequação da supervisão do processo de auditoria por diretores independentes, produziram as seguintes recomendações: mudanças em práticas de companhias abertas em relação ao papel e composição dos comitês; novas exigências de divulgação das operações das empresas; e formulação de melhores práticas; mudanças em práticas de auditoria em relação a maneira de interação entre auditores e comitês de auditoria.

A Cartilha de Governança Corporativa, elaborada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitida em junho de 2002, contém recomendações da CVM

relativas a boas práticas de Governança Corporativa. A cartilha não constitui uma norma cujo descumprimento seja passível de punição pela CVM, mas esta exigirá brevemente a inclusão, nas informações anuais das companhias abertas, de indicação do nível de adesão às práticas ali recomendadas na forma “pratique ou explique”, isto é, ao não adotar uma recomendação, a companhia deverá explicar suas razões. Essa prática é adotada também pela SEC americana.

Com essa cartilha a CVM busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiros por meio da divulgação de práticas de boa Governança Corporativa. Seu objetivo é orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários.

O Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo Instituto de Governança Corporativa – IBGC, emitida em abril de 2001, é dirigido a todos os tipos de empresa e está dividido em seis partes: Propriedade – acionistas quotistas e sócios; Conselho de Administração – representando a propriedade; Gestão – executivo principal (CEO) e diretoria; Auditoria – auditoria independente; Fiscalização – conselho fiscal; Ética – conflito de interesses.

A adoção do código é indicada a todos os proprietários de empresas que desejem melhorar seu desempenho ou facilitar o acesso ao capital, que não se restringe a ofertas públicas de ações, mas envolve também operações de *Private Equity* ou recursos oriundos do próprio fluxo de caixa. As linhas mestras do código são Transparência, Prestação de Contas (Accountability) e Equidade.



### **1.3 Sobre os aspectos financeiros da Governança Corporativa:**

Além dos estudos e pesquisas mencionados no tópico sobre Melhores Práticas de Governança Corporativa, também levou-se em conta as normas de auditoria emitidas pelos diversos institutos de auditoria mundiais.

As normas de auditoria convergem entre os diversos Institutos mundiais, sendo os principais: *American Institute Of Certified Public Accountants* – AICPA dos Estados Unidos, o *Institute Of Chartered Accountants In England and Wales* do Reino Unido, o *Institut Von Wirtschaftspruefer* da Alemanha e o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON.

### **1.4 Sobre o que as principais empresas brasileiras vêm fazendo:**

A evolução apresentada nos últimos anos e que foram divulgadas ao mercado por meio de reportagens e pesquisas destacam como foco principal as práticas de divulgação das informações financeiras, bem como na forma como as empresas desempenham o relacionamento com os investidores. É crescente a preocupação em relação a clareza com que as informações das empresas e companhias são divulgadas para o mercado. Há clara preocupação com a geração de valor. Informações claras e corretas fazem com que o mercado precifique melhor as ações no mercado.

## 1.5 Sobre o que as autoridades vêm fazendo:

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON e pelo Conselho Federal de Contabilidade – CFC, criaram leis e regras como: Lei das Sociedades por Ações - Lei 6.404/76, Lei do Mercado de Capitais – Lei 6.385/76 e as modificações introduzidas pela Lei 10.303/01, que alterou a lei das Sociedades por Ações, são os pilares que disciplinam o mercado acionário brasileiro.

Esse arcabouço de recomendações e regras geradas a partir dos agentes reguladores mencionados no parágrafo acima introduziram avanços significativos em relação aos direitos dos acionistas minoritários.

A revisão da literatura revela uma importante evolução sobre o tema Governança Corporativa no Brasil onde, apesar de ainda estar presente um modelo de concentração de controle, com pouca proteção aos acionistas minoritários, nota-se uma rápida evolução para um modelo de maior compartilhamento do poder e maior transparência sobre os negócios e objetivos estratégicos das Empresas.

As recomendações dos diversos institutos de Governança Corporativa mundiais, *American Institute Of Certified Public Accountants* – AICPA dos Estados Unidos, o *Institute Of Chartered Accountants In England and Wales* do Reino Unido, o *Institut Von Wirtschaftspruefer* da Alemanha; e o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON têm se mostrado um importante guia para implementação das melhores práticas no mercado brasileiro. A crescente discussão sobre os papéis dos executivos e dos conselhos de administração e sobre os instrumentos de medição do desempenho de ambos vem contribuindo para uma

melhor definição de responsabilidades e cobrança de resultados. Também há uma maior presença de profissionais especializados nos conselhos contribuindo para uma maior crítica e monitoramento dos resultados e alcance dos objetivos estratégicos.

Os aspectos financeiros da Governança Corporativa, como preconizados pelo *relatório Cadbury* e por outros institutos de pesquisa e estudos do tema que abordam os aspectos relacionados aos controles internos e comitês de auditoria, atuação dos auditores internos, aspectos de divulgação e preparação de demonstrações financeiras e o papel dos auditores independentes, vêm sendo implementado pelas grandes empresas brasileiras, particularmente por aquelas com registro em bolsa de valores internacionais.

Os diversos órgãos de monitoramento e regulação do mercado financeiro e de capitais brasileiro, CVM, BOVESPA, IBGC, IBRACON, vêm contribuindo enormemente para os avanços da Governança Corporativa. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM vem se alinhando com as demais comissões internacionais na busca de instrumentos que permitam um melhor controle das ações das empresas visando a uma maior proteção dos acionistas minoritários. A criação do novo mercado pela Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – BOVESPA e a obrigatoriedade imposta pelo Conselho Monetário Nacional de direcionamento de aplicação de recursos pelos fundos de investimentos em empresas listadas neste mercado também contribuem para a disseminação das melhores práticas de Governança Corporativa e proteção ao acionista minoritário. A nova lei das Sociedades Anônimas, que introduz diversas modificações nas relações com os acionistas e as atuações dos órgãos responsáveis pelas práticas contábeis no Brasil

e ainda a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa tornaram-se motivação para implementação de uma boa Governança nas empresas.

Os mecanismos que existem para estabelecer e harmonizar a relação entre os acionistas das companhias, controladores e minoritários, são estabelecidos em razão da necessidade de minimizar o problema de agência. Jensen e Meckling (1976) iniciaram pesquisas sobre o problema de agência. Desenvolveram um trabalho com embasamento teórico profundo tratando dos inevitáveis conflitos de interesse entre os acionistas, investidores, acionistas e funcionários das empresas, “Baseado na relação entre ‘agentes’, e ‘principais’, nas quais os agentes representam, em tese, os interesses dos principais”. É o caso, por exemplo, dos acionistas (principal) e do gestor (agente) de uma organização. O problema de agência decorre da relação do agente que deveria agir sempre no melhor interesse do principal – acionista, age tendo em vista o seu melhor interesse, isto é, tendo em vista maximizar a utilidade pessoal.

Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa como o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. O conceito de fornecedores de recursos engloba tanto os credores quanto os acionistas, sendo que a predisposição dos mesmos injetarem recursos nas empresas é proporcional à existência e aplicação de mecanismos de proteção contra a expropriação por parte dos gestores e acionistas controladores. Nesta linha de raciocínio, La Porta (2000, p.17) concorda com esta afirmação. Constatando que as grandes empresas, são em sua maioria controlada pelo estado ou por famílias que as fundaram em razão da existência de uma fraca proteção para os investidores.

No Brasil o problema de agencia ocorre, diferentemente do que se pensava, entre os investidores externos e os controladores, que possuem controle absoluto sobre os gestores. A presença de grandes acionistas controladores possui efeitos negativos e positivos. O benefício positivo dos acionistas controladores é o chamado efeito – incentivo, vis a vis o grande volume de recursos que possuem aplicados na empresa fazendo com que eles exerçam ações mais “contundentes” na obtenção de informações e no monitoramento da gerencia.

Segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 754), o problema de agencia pode ser controlado, vez que os grandes acionistas controladores possuem tanto interesse na maximização do valor quanto o poder suficiente para preservar seus interesses. Shleifer e Vishny (1986, p. 465) desenvolveram um modelo no qual a presença de grandes acionistas fornece uma solução parcial para os problemas de monitoramento dos gestores, possibilitando um aumento do valor da empresa por meio da mudança da política corporativa. De forma geral, o prejuízo de se ter grandes acionistas é a expropriação direta sobre os investidores – minoritários externos, gerentes e empregados, resultando na ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais não maximizadores de valor.

No caso brasileiro, a manutenção da concentração do controle por parte dos grandes acionistas mesmo após a venda de ações da companhia é obtida pela ausência da relação “uma ação – um voto”, sendo a emissão de duas classes de ações, com e sem direito a voto, o principal mecanismo para separação entre o direito de controle (poder para tomada de decisão) e o direito sobre o fluxo de caixa (participação no capital total da companhia). A característica da ação preferencial no Brasil, como um título de renda variável sem direito a voto e sem direito a

participação no caso de venda do controle da empresa, é um fenômeno atípico e que merece um estudo mais aprofundado.

## **2 PROPRIEDADE E CONTROLE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS – PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL**

Atualmente negócios de todos os tipos são feitos com muita velocidade e cada vez mais com menos barreiras. O fenômeno da globalização é uma realidade presente em diversos mercados nas mais variadas formas. Crises do México, Rússia, Tigres Asiáticos, Brasil, Argentina, Europa e EUA afetam a grande maioria dos mercados de forma contundente e imediata, através do efeito “dominó”.

Em estudo intitulado *O fim das empresas Imperialistas*, Prahalad (1998) afirma que a necessidade de crescimento faz com que as multinacionais tenham que competir nos grandes mercados emergentes, com destaque para China, Índia, Indonésia e Brasil. Apesar das dificuldades de negociar em mercados que ainda são opacos para o mundo exterior, a potencialidade de consumo nesses mercados, quando comparados, por exemplo, com o mercado americano, não deixa outra opção para as grandes empresas a não ser iniciar operações nestes mercados imediatamente.

No Brasil, em menos de dez anos, bancos como os Espanhóis Santander e Bilbao Viscaya, o Inglês HSBC e o Holandês ABN Amro adquiriram o controle de grandes bancos brasileiros. Juntaram-se ao Citibank, BankBoston e Chase para assumirem parcela significativa do controle do sistema financeiro nacional. Atualmente esse movimento está mudando por conta da alta volatilidade do mercado brasileiro, fazendo com que esses bancos vendam suas posições para bancos maiores.

No mercado de telecomunicação a americana WorldCom-MCI, a Telecom Itália, a Espanhola Telefônica, a Portugal Telecom e a Mexicana Telmex adquiriram o controle do mercado brasileiro.

No mercado de energia as Espanholas Endesa, a Francesa EDF e a Chilena Chilectra dominam o mercado. Apenas para citar algumas dentre o enorme número de aquisições de empresas menores por gigantes multinacionais.

Estudo efetuado por Vidigal (2000) *A sobrevivência da empresa familiar no Brasil*, que teve como base empresas familiares que mantêm o controle por pelos menos cem anos, constatou a existência de vinte e uma empresas, sendo dez localizadas em São Paulo, cinco no Rio de Janeiro e seis no resto do Brasil.

Do ponto de vista de sobrevivência, das diversas empresas familiares existentes no início do século, as vinte e uma restantes, que não trocaram de mãos em cem anos, parecem ser vitoriosas sobreviventes. Certamente estão enfrentando uma concorrência acirrada das multinacionais capitalizadas e prontas para novas aquisições.

Estudo realizado por Valadares (2000), *Propriedade e estrutura de controle das companhias brasileiras*, que teve como base trezentas e vinte e cinco companhias registradas na Bolsa de Valores de São Paulo, demonstra que há uma grande concentração de capital, principalmente de capital votante, no Brasil. O acionista principal detêm 41% do capital, enquanto os cinco maiores detêm 61%. A concentração ocorre principalmente entre ações com direito a voto, onde 62% das empresas têm um acionista que detêm mais de 50% das ações com direito a voto.

O estudo conclui que a prática, utilizada com grande frequência, de emissão de ações sem direito a voto permite certa distância da regra “uma ação um voto”. Apenas 11% das Companhias não possuem ações sem direito a voto. E as



companhias têm, na média, apenas 54% do seu capital votante. No Brasil as companhias podem emitir ações sem direito a voto em montante até 2/3 do capital total (Lei 6.404/76). Os autores, Valadares (2000) e Vidigal (2000) descrevem que, apesar da presença de estrutura de controle piramidal, o objetivo principal não parece ser o de manter o controle a baixo custo. A participação de outras empresas como acionistas é comum e estas estão mais presentes no controle direto das firmas. Controle exercido indiretamente é mais comum para indivíduos, seguidos por estrangeiros.

Estes autores afirmam que, como consequência da concentração de propriedades e controle, o problema mais relevante de *agency* é entre o acionista majoritário. Sugerem que uma forma de permitir um melhor monitoramento dos acionistas majoritários pelos acionistas minoritários é forçar as empresas a revelar mais informação para o mercado. A quantidade e qualidade de informações que as empresas brasileiras divulgam ao mercado são menores que nos Estados Unidos, por exemplo. Esta é uma das medidas que podem tornar o mercado acionário mais atrativo para os acionistas minoritários. Os autores afirmam que no Brasil a falta de proteção dos direitos dos acionistas minoritários cria alto valor do controle com alta concentração de propriedade. Uma das consequências prováveis desta prática é um mercado de ações menos desenvolvido.

O estudo afirma que, conforme informações da Companhia de Valores Mobiliários – CVM para o ano de 2000, o valor de mercado das empresas registradas em Bolsa de Valores no Brasil corresponde a 21% do PIB comparado com 166% nos Estados Unidos e 189% no Reino Unido. Na França e Itália, países onde há baixa proteção para os investidores minoritários, este percentual é de 62% e 48%, respectivamente.

Apesar disto, desde o início dos anos noventa, presenciamos uma redução no número de empresas nacionais registradas nas Bolsas de Valores, quando deveríamos estar presenciando um crescimento acirrado desse mercado por conta de movimentos de captação através de emissão de ações e títulos privados.

Segundo Azevedo (2001) a conversão em empresa de capital aberto não tem como principal objetivo a captação de recursos. A autora constatou que, das 24 solicitações de registro de abertura em análise na CVM naquela oportunidade, 14 referiam-se a companhias que não pretendiam fazer nenhuma emissão de valores mobiliários – ações, debêntures ou notas promissórias, por exemplo.

Sobre o assunto a superintendência de empresas da CVM informou a Azevedo que as concessões de registro de companhia aberta desvinculadas de uma emissão são consideradas exceções. Mas os números provam que as exceções já viraram regra. Diante da falta de competitividade do mercado de capitais como alternativa de financiamento, o registro de companhia aberta virou ferramenta para obter transparência e não mais capital. Algumas companhias optam por abrir capital visando captar recursos no mercado internacional.

Há três motivos que levam a CVM a aprovar um registro de empresa aberta quando não há emissão: se a companhia depender do registro para injeção de capital por um investidor estrangeiro, fundo de investimentos ou fundo de pensão; se for proveniente de uma cisão; ou se tiver uma razoável dispersão de capital que justifique a listagem de ações em bolsa.

Azevedo (2001) descreve que o aumento dos pedidos de registro de empresa aberta sem emissão deixa ainda mais pessimista as análises sobre o mercado de capital brasileiro.

Finalmente, como comprovação do modelo atual de Governança Corporativa no Brasil e após pesquisar 70 empresas brasileiras com faturamento acima de US\$ 250 milhões e com conselho de administração, Estudo Conduzido pela Consultoria *McKinsey & Company* (outubro de 2001) apresenta:

***Estrutura de Propriedade***

- Empresa de controle familiar, controle compartilhados (poucos investidores) ou multinacionais;
- Alta concentração de propriedade;
- Interesses dos acionistas minoritários ainda não completamente reconhecidos;
- Acionistas minoritários pouco ativos.

***Relação entre propriedade e gestão executiva***

- Alta sobreposição entre propriedade e gestão executiva.

***Estrutura de Conselho***

- Estruturas Informais;
- Maioria de conselheiros internos e baixa demanda por conselheiros externos.

***Membros do conselho***

- Representantes dos acionistas majoritários;
- Escassez de profissionais capacitados;
- Remuneração como fator pouco importante.

***Processos do conselho***

- Pouca clareza na divisão dos papéis do conselho e da gestão executiva, especialmente em empresas familiares;
- Processos não definidos;
- Boas informações nos relatórios, mas não analisadas;
- Nível de transparência adequado, segundo as empresa, mas insuficiente segundo os investidores.

O Estudo apresenta ainda o seguinte modelo emergente e de mercado:

<p><b>MODELO EMERGENTE – Controle</b>  <u>Estrutura de propriedade</u>  ✓ Alta concentração.  ✓ Empresa fundamentalmente de controle familiar, compartilhado ou multinacional.  ✓ Considerações mais explícitas pelos interesses dos acionistas minoritários.  ✓ Acionistas minoritários moderadamente ativos.  <u>Relação entre propriedade e Gestão Executiva</u>  ✓ Sobreposição moderada.</p>	<p><b>MODELO DE MERCADO – Controle</b>  <u>Estrutura de propriedade</u>  ✓ Maior dispersão do controle e da propriedade.  ✓ Retenção de controle determinada pelo desempenho.  ✓ Considerações sistemáticas dos interesses dos acionistas minoritários.  ✓ Acionistas minoritários muito ativos.  <u>Relação entre propriedade e Gestão Executiva</u>  ✓ Baixa sobreposição.</p>
<p><b>MODELO EMERGENTE – Práticas</b>  <u>Estrutura do conselho</u>  ✓ Estruturas formais.  ✓ Balanço entre conselheiros externos e internos.  ✓ Envolvimento na estratégia  ✓ Clareza na divisão dos papéis.  <u>Processo do conselho</u>  ✓ Processos formais e bem definidos.  ✓ Conselho / Executivo.  ✓ Envolvimento na estratégia.  ✓ Decisões eficientes.  <u>Pessoas</u>  ✓ Conselheiros com boa capacitação e profissionalismo.  ✓ Remuneração variável mais estendida.</p>	<p><b>MODELO DE MERCADO – Práticas</b>  <u>Estrutura do conselho</u>  ✓ Estruturas completamente formal.  ✓ Maioria dos conselheiros externos.    <u>Processo do conselho</u>  ✓ Processos formais e altamente transparentes, com adequada comunicação ao mercado.  ✓ Gerenciamento por desempenho.    <u>Pessoas</u>  ✓ Executivo e conselho totalmente profissionais, baseado em competências e habilidades.  ✓ Remuneração como fator importante, ligado ao desempenho.</p>

**Quadro 1 – Modelo Emergente e Modelo de Mercado**  
**Fonte: Azevedo (2001)**

O movimento de fechamento de capital, por um lado, aumenta a concentração da propriedade e, por outro, demonstra que a relação entre custo e benefício de se captar dinheiro público não vem sendo benéfica para algumas empresas. Por outro lado, outras empresas que buscam capital no exterior ou mesmo reduzir seus custos de captação no mercado financeiro melhoram o nível de divulgação de suas informações financeiras e buscam se adequar às exigências de melhores práticas de Governança Corporativa.

Como será visto mais adiante, os órgãos responsáveis pelo mercado de capitais tem implementando regras que visam concretizar esta promessa. Mudanças na Lei das Sociedades por Ações, objetivando aumentar a proteção aos acionistas minoritários, criação de um novo mercado que aceitará o registro de empresas de

acordo com suas políticas de Governança Corporativa visando à criação de um sistema transparente que garanta a prestação de contas e obrigatoriedade de investidores institucionais direcionarem recursos para empresas que estejam registradas nesse mercado, entre outras, visam permitir a formação de tão desejado mercado.

No Brasil nos últimos 05 anos, 35 novas empresa abriram capital e passaram a serem listadas na BOVESPA.

Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBOVESPA		
Ano	Empresa	Segmento de listagem
2012	<a href="#">BTG</a>	Tradicional
	<a href="#">Unicasa</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Locamerica</a>	Novo Mercado
2011	<a href="#">Abril Educa</a>	Nível 2
	<a href="#">Technos</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Qualicorp</a>	Novo Mercado
	<a href="#">BR Pharma</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Magaz Luiza</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Time For Fun</a>	Novo Mercado
	<a href="#">IMC Holdings</a>	Novo Mercado
	<a href="#">QGEP PART</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Autometal</a>	Novo Mercado
	<a href="#">SierraBrasil</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Arezzo Co</a>	Novo Mercado
2010	<a href="#">Raia</a>	Novo Mercado
	<a href="#">BR Insurance</a>	Novo Mercado
	<a href="#">HRT Petróleo</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Renova</a>	Nível 2
	<a href="#">Júlio Simões</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Mills</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Ecorodovias</a>	Novo Mercado
	<a href="#">OSX Brasil</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Br Propert</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Multiplus</a>	Novo Mercado
2009	<a href="#">Aliansce</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Fleury</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Direcional</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Cetip</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Santander BR</a>	Nível 2
	<a href="#">Tivit</a>	Novo Mercado
2008	<a href="#">Visanet</a>	Novo Mercado
	<a href="#">OGX Petroleo</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Le Lis Blanc</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Hypermarcas</a>	Novo Mercado
	<a href="#">Nutriplant</a>	BOVESPA Mais

Empresas que iniciaram a negociação de ações na BM&FBOVESPA nos últimos anos.

Fonte: Bovespa (2012).

### **3 MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Governança Corporativa é um assunto relativamente novo no Brasil e talvez esta seja a razão para a variedade de diferentes declarações e foco de atenção sobre tema. No caso do novo mercado da Bovespa, que visa fomentar as operações brasileiras em Bolsa de Valores, o foco é na transparência e proteção ao acionista minoritário. O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa a ênfase é na relação entre a propriedade (acionista = conselho) e na gestão (Diretoria Executiva).

Conforme observaremos adiante é preciso definir onde se vive e qual o nível de abertura de mercado do país em que se discorre sobre o tema Governança Corporativa, pois o grau de evolução deste tema nos diversos mercados de capitais mundiais pode ser muito diferente. Vidigal (2000) chama a atenção para o fato da imprensa em alguns momentos tratar o tema como sendo uma proteção ao acionista minoritário e também ao fato da literatura sobre o assunto basear-se basicamente no modelo americano, que copiou o modelo inglês, onde o capital das empresas é pulverizado, impedindo a existência de um controlador isolado.

No Brasil dos dias atuais pouquíssimas empresas, a exemplo da Renner, possuem o capital societário pulverizado. No caso da Renner estamos falando de empresa em que 96% do capital está pulverizado. Caso como esse deveria ser regra. Mas ainda figura como exceção.

Hallqvist (2000) acredita que fatores de ordem legal, educação e conhecimento e ainda a falta de um grande número de investidores impedem ou retardam a boa Governança Corporativa das empresas. Ele afirma que entre os países emergentes o Brasil é o mais avançado em termos de implantação e prática dos conceitos de Governança Corporativa. Afirma ainda que quando os fundos de pensão brasileiros perceberem que não têm recursos suficientes para pagar as aposentadorias e benefícios terão de exercer pressões significativas sobre as empresas investidas para que se concentrem na criação de valor.

Hallqvist (2000) menciona também que o IBGC está focado bastante sobre o conselho de administração. Em mercados onde o capital está mais pulverizado como nos Estados Unidos, o executivo principal tem tanto poder que, as

vezes, chega a ser assustador. Se o conselho é inoperante, os acionistas na realidade não participam. Então o foco dos investidores tem sido no sentido de estabelecer o equilíbrio na balança do poder entre os executivos e o Conselho, que representa a propriedade. No Brasil, o desequilíbrio é gerado porque o acionista controlador é quem tem o poder. Por isso, o problema brasileiro é diferente dos Estados Unidos.

Hallqvist (2000) afirma que a discussão no sentido de uma maior proteção para os acionistas é absolutamente certa, pois é preciso que exista um melhor equilíbrio de poder. O risco de uma legislação que concede muito poder aos minoritários e forçar um processo de fechamento de capital é baixo na visão do IBGC. Ele afirma que para um mercado de capitais ativo é importante que o direito de propriedade seja respeitado, não importando se o acionista é pequeno ou grande, e isso se traduz no conceito de uma ação um voto. Abusos, como por exemplo, uma mudança estatutária no interesse de alguns acionistas, em que a assembléia extraordinária é convocada com apenas oito dias de antecedência, devem ser banidos. O prazo deve ser de 30 dias no mínimo para que os acionistas e seus representantes – conselheiros tenham tempo para se prepararem. Nos dias de hoje é muito difícil para uma empresa colocar ações no mercado e atrair um grande número de investidores sem oferecer um tratamento mais equitativo. Se algumas empresas preferirem fechar capital, que o façam, mas devem ficar cientes que sua expansão ficará restringida aos seus fluxos de caixa.

Mahoney (2000) afirma que a resposta a questão: “O que a Governança Corporativa significa para as empresas e investidores?” depende de onde você mora, trabalha e investe. Ele esclarece que, em muitas partes do mundo, a questão significa o volume de informações que os acionistas recebem para ajudá-los a entender como a empresa está se desenvolvendo e como se espera que elas se desenvolvam no futuro – a perpetuidade dos negócios no longo prazo. Em outras partes do mundo a Governança Corporativa mostra as práticas contábeis que estão sendo usadas e que determinam como as empresas operam financeiramente os seus negócios. Elas poderiam ajudar os investidores a melhor entenderem e compararem o desempenho das empresas numa base global, se tais práticas fossem universais em escala internacional.

É imperativa a necessidade de haver princípios e padrões que sejam praticados por todas as empresas abertas, se não em todo o mundo, pelo menos no mesmo País. Isso assegura consistência às diversas atividades envolvidas que mais importam na condução de uma empresa – as responsabilidades dos executivos, o papel e a composição do conselho de administração, as práticas financeiras e contábeis, os direitos dos investidores, a justa contratação e o tratamento dados aos empregados, o adequado fluxo de informações, os padrões e o atendimento das normas ambientais e de segurança, o comportamento ético e moral.

Vidigal (2001) afirma que no Brasil está sendo criado um novo capitalismo, diferente do modelo americano, o qual foi baseado na pulverização de capital através da Bolsa de Valores o modelo brasileiro, que era baseado no tripé estatais / multinacionais / empresas familiares, está substituindo as estatais por híbridos privatizados que geralmente têm um acionista estrangeiro, um grupo privado brasileiro e um grande fundo de pensão. Existem acordos de acionistas que definem como os conselhos serão compostos com representantes de cada um dos acionistas.

Mahoney (2000) conclui que os acionistas estão desempenhando um papel muito maior na Governança Corporativa das empresas. Essa tendência se espalhou pelo mundo e vai continuar crescendo. Ela é vista como uma maneira importante para levar as empresas a operarem de forma mais democrática, dando aos acionistas mais direitos.



#### 4 O PAPEL DOS CEO E DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO.

Recentemente a quebra de empresa no mercado americano levantou questões sobre o poder do *Chief Executive Office* – CEO e um movimento para o fortalecimento dos Conselhos de Administração foi intensificado. Madureira (2001) abordou este tema afirmando que o fortalecimento dos Conselhos de Administração impunha limites cada vez maiores à atuação dos principais executivos das empresas.

Para se manter no poder, o principal executivo (CEO) não precisa apenas cumprir metas, garantir a geração de caixa e ser um bom estrategista. Existem outros fatores pouco tangíveis – como o relacionamento com os acionistas, representados pelo Conselho de Administração – que se refletem diretamente na duração do seu reinado. O que o CEO considera ideal para o futuro da companhia nem sempre corresponde ao desejo de alguns membros do *Board*. O problema é que, algumas vezes, o conselho extrapola os limites das suas atribuições e que executar. Para o CEO resta saber até que ponto vale a pena emprestar seu nome a uma operação em que ele já não responde por todas as cartas.

Constam do relatório do Comitê intitulado *Comissão Cadbury*, dedicado a estudos de Governança Corporativa, formado em maio de 1991 na Inglaterra pelo Conselho de Relatórios Financeiros, pela Bolsa de Valores de Londres e pela profissão contábil, recomendações sobre uma questão bastante polêmica que é o nível de responsabilidade dos conselheiros de administração no seu papel de representante de todos os acionistas e demais interessados na Empresa. Em última instância compete ao Conselho fixar os objetivos da Empresa, opinar e aprovar a estratégia definida pelos executivos para alcançá-la e supervisionar as ações do corpo executivo. É sabido que durante muitos anos os conselheiros de uma empresa eram escolhidos dentre aqueles que poderiam ter alguma influência importante junto a fornecedores e clientes ou mesmo junto ao governo. Também era prática comum que conselheiros fossem escolhidos pelo grau de amizade e proximidade com os “donos” da empresa. E isso não é privilégio de países em desenvolvimento como o Brasil. Casos recentes nos Estados Unidos, envolvendo empresas do porte da IBM, demonstram o mesmo “vício” corporativo. Os Conselhos, então, para atuarem com

responsabilidade exigida pelas melhores práticas precisam ser compostos por profissionais com suficiente conhecimento do negócio e de finanças. Desta forma, segundo o *relatório Cadbury*, as práticas recomendáveis seriam:

- O Conselho deve se reunir regularmente, manter controle sobre os negócios da companhia e supervisionar as ações do corpo executivo;
- O Conselho deve ter uma programação formal para decidir sobre assuntos que lhe compete analisar e tomar decisões para que o controle da Companhia esteja em suas mãos;
- Os conselheiros não executivos devem exercer um julgamento independente em assuntos de estratégia, desempenho, recursos, incluindo nomeações chave e padrões de conduto. Devendo ser independentes da diretoria e livres de qualquer negócio ou outro relacionamento que possa interferir no exercício de seu julgamento profissional;
- Os Conselheiros não executivos devem ser eleitos por meio de um processo formal, com conhecimento e anuência de todo o conselho;
- Os Conselheiros que exercem cargos de diretoria não devem ultrapassar três anos sem aprovação dos acionistas;
- O Conselho deve apresentar uma avaliação equilibrada e compreensível da situação financeira da Empresa;
- O Conselho deve implantar um comitê de auditoria, assegurar que se mantenha uma relação objetiva e profissional com os auditores;

A adoção dessas recomendações impediria que alguns conselheiros em situações recentes dissessem não saber de fraudes nas operações da empresa em casos como Banco Econômico, Banco Nacional, Enron, Parmalat e WorldCom, entre outros. Isto motivou o governo americano a editar a Lei Sarbanes – Oxley.

Em conformidade com os diversos institutos de Governança Corporativa mundiais, conforme item 1.3, o código do IBGC no seu artigo 2.02 define que a missão do conselho de Administração é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento do proprietário, agregando valor ao empreendimento. O conselho deve zelar pela manutenção dos valores da empresa, crenças e propósitos dos proprietários, discutidos, aprovados e revistos em reunião do conselho de

administração. No artigo 2.03 o código descreve a competência do Conselho de Administração, que é previsto na Lei das S.A. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, com destaque para a eleição e a destituição de diretores, estratégia, a fiscalização da gestão dos diretores e a indicação e a substituição dos auditores independentes.

Em recente curso de Governança Corporativa, definiu que o *CEO* é o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração. O *CEO* deve prover a liderança executiva à organização para que se obtenham os resultados objetivados pelos acionistas. Ele deve fazer “acontecer” a missão e a Visão da Organização implementando as estratégias e cumprindo os planos e orçamentos. Compete ao *CEO* compatibilizar e prover equilíbrio às expectativas das partes interessadas na companhia, os acionistas, os clientes e os colaboradores. O *CEO* também é o responsável legal da sociedade.

## 5 A AVALIAÇÃO DOS CEO's E DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO.

Em relação à avaliação dos *CEO*, também prevista no artigo 2.21 do Código de Governança Corporativa do IBGC, à medida que a lista de empresas que avaliam *CEO* passou a incluir organizações como Alcoa, General Motors entre outras, desenvolveram-se métodos diferenciados para tais análises. Contudo, certos critérios são essências para a eficácia do processo:

- Deve ser executada pelo menos uma vez por ano;
- Precisa analisar o desempenho anual e de longo prazo da empresa, em comparação com o de organizações congêneres;
- Deve avaliar as realizações do *CEO* com base nas metas individuais e nos objetivos da empresa. As metas individuais do *CEO* devem abranger iniciativas diversas, como algum programa importante de melhoria de qualidade ou a aquisição de outra empresa. Embora tais metas variem de ano para ano, o *CEO* deve planejar continuamente a sucessão da alta administração;
- Deve apresentar a auto avaliação do *CEO*;
- Deve apresentar as avaliações dos conselheiros externos feitas isoladamente. As várias avaliações compiladas por um conselheiro, por uma comissão de conselheiros ou por um terceiro independente, de modo a identificar a essência das opiniões dos conselheiros, assim como a variedade das diferentes perspectivas. O *feedback* deve ser transmitido ao *CEO* de maneira confidencial; e
- Deve propiciar ao *CEO* discutir a avaliação frente a frente com um ou mais conselheiros externos e ter a oportunidade de discutir sua reação à análise com todos os conselheiros.

Depois de implementado o processo de avaliação, as funções de cada parte são muito claras. O *CEO* definirá seus próprios objetivos e efetuará sua auto avaliação, enquanto os conselheiros analisarão o desempenho do *CEO* e lhe comunicarão como veem a atuação dele. Uma vez que o *CEO* e o conselho de administração cheguem a um acordo quanto à convivência do processo, serão poucas as dúvidas sobre a divisão de responsabilidade entre as duas partes.

## 5.1 Avaliação do conselho de administração

Salmon (1993) sugere um questionário que visa avaliar a qualidade do conselho de administração.

No exemplo a seguir apresentamos questionário composto de 17 perguntas que se respondidas positivamente na sua totalidade sugerem que o conselho é exemplar. Este questionário é totalmente adaptável à realidade brasileira podendo servir de base para a avaliação dos conselhos de acordo com o capítulo 2 do Código de Governança Corporativa do IBGC. Relacionamos abaixo as perguntas do questionário aplicado aos Conselheiros de Administração da Companhia Brasil Telecom no ano de 2008. As perguntas foram as seguintes:

- 1) Todos os Conselheiros conhecem e entendem os valores, a missão e os planos estratégicos e de negócios da Companhia? Demonstram acompanhar o cumprimento dos objetivos estratégicos estabelecidos e participam dos debates agregando valor estratégico às decisões?
- 2) Os votos dos Conselheiros expressam uma preocupação estratégica quanto à condução dos negócios?
- 3) O Conselho de Administração acompanha de forma adequada o orçamento e plano estratégico, durante o ano, monitorando o progresso e realismo das previsões?
- 4) Os Conselheiros estão focados nas questões estratégicas da Companhia, priorizando junto à Diretoria as questões relevantes e de maior impacto nos resultados? Além disso, acompanham as ações da Diretoria de forma a garantir o cumprimento de seus deveres legais, interagindo com esta na busca do retorno sustentado dos investimentos?
- 5) O Conselho de Administração mantém reuniões separadas com os auditores externos?
- 6) As reuniões do Conselho de Administração são realizadas com a frequência adequada?
- 7) O Conselho de Administração comunica claramente à área de Governança Corporativa suas necessidades de informações, recebendo-as em tempo hábil e de forma completa, inclusive com análise de *benchmarks* e tendências dos negócios?
- 8) O Conselho de Administração acompanha e discute regularmente com a Diretoria o gerenciamento do grau de exposição aos riscos que podem impactar a *performance*, a perenidade da Companhia ou destruir valor para os acionistas?
- 9) O respeito pessoal e profissional predomina nas relações entre os conselheiros?
- 10) Os Conselheiros preparam-se adequadamente para as reuniões e têm participação efetiva durante as apresentações e debates, fazendo perguntas adequadas e pertinentes à Diretoria da Companhia?

- 11) Além das reuniões formais, ocorrem discussões informais que promovem a integração do Conselho de Administração?
- 12) As reuniões do Conselho de Administração são estruturadas de forma a estimular a participação de todos os membros, de maneira construtiva, com espaço para discordância, questionamentos críticos e aproveitamento adequado do tempo?
- 13) Você considera que seu grau de dedicação e preparo pessoal para o desempenho de suas responsabilidades é adequado?
- 14) Sua postura predominante nas reuniões tem sido ativa e construtiva, de modo a agregar valor às discussões?
- 15) Quando você tem conflito de interesse pessoal na matéria colocada em votação, sua postura é a de declarar-se impedido?
- 16) Você contribui para a elaboração e cumprimento da agenda da reunião, evitando propor a inclusão de assuntos extraordinários na ordem do dia das reuniões/
- 17) Apresente, de desejar, sugestões para melhorar a atuação do Conselho de Administração?

Os Autores chamam a atenção para que os processos de avaliação não se tornem um instrumento de engessamento das organizações e sim, um instrumento capaz de contribuir para que os administradores mantenham o foco na sua principal função de aumentar o valor da companhia para os acionistas.

Os órgãos que regulamentam a adoção da governança corporativa como ferramenta de gestão tem requerido que todos os investimentos a ser realizado pelos Fundos de Pensão brasileiros sejam apenas em empresas de capital aberto. Que, portanto adotam as melhores práticas.

## **6 E AS AUTORIDADES, A CVM E A BOVESPA – O QUE ESTÃO FAZENDO PARA AJUDAR?**

As autoridades brasileiras vêm implementando regras e procedimentos que visam fomentar o mercado de capitais. A seguir algumas destas inovações são descritas.

### **6.1 Comissão de Valores Mobiliários e Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – BOVESPA.**

Uma decisão conjunta da Secretaria de Previdência Complementar e da CVM, de 1998, determinou que todos os investimentos de fundo de pensão em ações sejam alocados em empresas abertas. O Conselho Monetário Nacional, através da Resolução 2.829, determinou diversas regras de direcionamento das aplicações dos fundos. Dentre elas, uma que privilegia aplicações em empresas do Novo Mercado da Bovespa, mercado que é definido como um conjunto de normas de conduto para empresas, administradores e controladores considerados importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela Companhia. A adesão as essas práticas distingue a companhia como Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado. Sendo este último o nível com mais exigências.

#### **Companhia Nível 1**

(Níveis 1 - Exigência de Governança Corporativa da Bovespa). Fonte: Bovespa (2009)

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas são:

- Não deve ter partes beneficiárias.

- Demonstrações financeiras consolidadas.
- Demonstração dos fluxos de caixa da Companhia e do consolidado.
- Abertura da posição acionária por espécie e classe de qualquer acionista que detiver mais de 5% das ações de cada espécie e classe do capital social, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física.
- A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal.
- Evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores.
- Quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.
- Relatório de Revisão Especial emitido por auditor independente.
- As demonstrações dos fluxos de caixa da Companhia e do consolidado, discriminadas em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício findo.
- A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal.
- Evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores.
- Quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.



- A empresa deve realizar ao menos uma reunião pública anual com Analistas e outros interessados para apresentar a sua situação econômico-financeira, projetos e perspectivas.
- A empresa deve também divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual, no qual constem as datas dos principais eventos corporativos tais como: assembleias, divulgação de resultados financeiros trimestrais e anuais reunião pública com analistas, reuniões do Conselho de Administração entre outros.
- A Companhia deve divulgar os termos dos contratos firmados com partes relacionadas, cujos valores, em um único contrato ou em contratos sucessivos, atinjam os valores fixados no regulamento de listagem.
- O acionista controlador deve divulgar, mensalmente, quaisquer negociação relativas a valores mobiliários de emissão da Companhia e de seus derivativos que venham a ser efetuados.
- Manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação.
- Quando das distribuições públicas, a empresa deverá garantir esforços para alcançar a dispersão acionária com a adoção de procedimentos especiais de distribuição que podem ser, entre outros, a garantia de acesso a todos os investidores interessados ou distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído. O procedimento de dispersão deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública.
- Os prospectos de distribuição pública da Companhia deverão observar os requisitos do regulamento quanto às informações que devem ser divulgados.
- Está prevista, no regulamento, a possibilidade de uma empresa solicitar a sua deslistagem dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Esse fato

representa a rescisão do contrato. A principal implicação é a empresa não estar mais obrigada a cumprir os requisitos do regulamento, indo para o mercado tradicional. Isso quer dizer que os investidores não terão mais garantido o conjunto de compromissos assumidos anteriormente pela empresa, por seus controladores e Administradores. A saída dos níveis diferenciados exige a aprovação da decisão por uma Assembleia geral, comunicação com antecedência de 30 dias à BOVESPA e realização de uma oferta pública de aquisição de ações que se encontram em circulação, no mínimo, pelo Valor Econômico.

### **Companhia Nível 2**

(Níveis 2 - Exigência de Governança Corporativa da Bovespa). Fonte: Bovespa (2009)

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de Governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

- Não deve ter partes beneficiárias.
- o Conselho de Administração da Companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, eleitos pela assembleia geral, dos quais, no mínimo 20 % deverão ser conselheiros independentes, com mandato unificado de no máximo dois anos.
- Subscrição no termo de anuência dos administradores e no termo de anuência dos controladores.
- Subscrição no termo de anuência dos membros do conselho fiscal (concordância com os termos e condições estabelecidos no Regulamento da Câmara de Arbitragem do mercado).

- Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do Contrato do Novo Mercado o controlador ou a Companhia, conforme o caso fará uma oferta pública de aquisição das ações e circulação, tendo por base, no mínimo, o Valor Econômico da Companhia determinado por empresa especializada. A empresa especializada deve ser selecionada em Assembleia Geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. Não se computando os votos em branco, a escolha será feita por maioria de votos dos acionistas das ações em circulação presentes na Assembleia que, se instalada em primeira convocação, deverá contar com a presença de, no mínimo, 20% do total das ações em circulação, ou se instalada em segunda convocação poderá contar com a presença de qualquer número.
- Demonstrações financeiras consolidadas.
- Demonstração dos fluxos de caixa da Companhia e do consolidado.
- Quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.
- Relatório de Revisão Especial emitido por auditor independente.
- Informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem.
- As demonstrações dos fluxos de caixa da Companhia e do consolidado, discriminadas em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício findo.
- A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal.
- Evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores.

- Ao fim do exercício social, elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais de contabilidade aceitando-se o IFRs ou Us GAAP.
- A empresa deve realizar ao menos uma reunião pública anual com Analistas e outros interessados para apresentar a sua situação econômico-financeira, projetos e perspectivas.
- A empresa deve também divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual, no qual constem as datas dos principais eventos corporativos tais como: assembleias, divulgação de resultados financeiros trimestrais e anuais reunião pública com analistas, reuniões do Conselho de Administração entre outros.
- A Companhia deve divulgar os termos dos contratos firmados com partes relacionadas, cujos valores, em um único contrato ou em contratos sucessivos, atinjam os valores fixados no regulamento de listagem.
- O acionista controlador deve divulgar, mensalmente, quaisquer negociação relativas a valores mobiliários de emissão da Companhia e de seus derivativos que venham a ser efetuados.
- Manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação.
- Quando das distribuições públicas, a empresa deverá garantir esforços para alcançar a dispersão acionária com a adoção de procedimentos especiais de distribuição que podem ser, entre outros, a garantia de acesso a todos os investidores interessados ou distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído. O procedimento de dispersão deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública.

- Após a assinatura de Contrato de Participação no( Nível 1,Nível 2 e Novo Mercado), em se tratando de oferta Pública Inicial de Ações (primeira distribuição pública), os controladores e Administradores devem abster-se de negociar com ações de que eram titulares logo depois da referida oferta por um período de seis meses. Decorrido ainda esse período inicial, devem abster-se de negociar com 60% dessa posição por mais seis meses, salvo algumas exceções.
- Os prospectos de distribuição pública da Companhia deverão observar os requisitos do regulamento quanto às informações que devem ser divulgados.
- O cancelamento do registro de companhia aberta exigirá a elaboração de laudo de avaliação de suas ações pelo respectivo valor econômico, devendo tal laudo ser elaborado por instituição ou empresa especializada com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da Companhia, seus administradores e/ou acionista controlador, além de satisfazer os requisitos do § 1º do art. 8º da Lei das Sociedades por Ações (peritos da empresa avaliadora devem apresentar laudo fundamentado, com indicação dos critérios de avaliação e devem estar presentes à Assembléia), e conter a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo (os avaliadores e o subscritor responderão pelos danos que causarem por culpa ou dolo).
- A Bovespa, a Companhia, o Acionista Controlador, os Administradores e os membros do Conselho Fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de Participação no Novo Mercado, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem, nos termos de seu Regulamento de Arbitragem.

- A alienação de controle da companhia tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante. Neste caso, o acionista controlador alienante e o comprador deverão entregar imediatamente à Bovespa declaração contendo o preço e as demais condições da operação de alienação de controle da companhia ("tag along").
- Também deverá ser efetivada oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da companhia, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante, por aquele que já detiver ações da Companhia e que venha a adquirir o Poder de Controle da mesma, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o acionista controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, o qual estará também obrigado a ressarcir os acionistas de quem tenha comprado ações em bolsa nos seis meses anteriores à data da alienação de controle, a quem deverá pagar a diferença entre o preço pago ao acionista controlador alienante e o valor pago em bolsa, por ações da Companhia nesse período, devidamente atualizado.
- Outorga de opções de compra de ações a seus administradores, empregados e pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou à sociedade sob seu controle (para análise futura).
- na Assembleia Geral que deliberar sobre a escolha de empresa especializada responsável pela determinação do valor econômico da Companhia para fins de ofertas públicas referentes a cancelamento de registro de companhia aberta e saída

do novo mercado, os acionistas controladores, as pessoas a eles vinculadas e os administradores da Companhia não votarão nessa deliberação.

- O Estatuto dispõe sobre a criação de Comitês para assessoramento ao CA.
- As Ações preferenciais terão direito de voto exclusivamente nas matérias: (a) Transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia; (b) Aprovação de contratos entre a Companhia e o Acionista Controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em AGE; (c) Avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Companhia; (d) escolha de instituição ou empresa especializada para determinação do Valor Econômico da Companhia; (e) Alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas no item 4.1 do Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2, ressalvado que esse direito a voto prevalecerá enquanto estiver em vigor o Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2.

### **Companhia Novo Mercado**

(Níveis NM - Exigência de Governança Corporativa da Bovespa). Fonte: Bovespa (2009)

- Não deve ter partes beneficiárias.
- o Conselho de Administração da Companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, eleitos pela assembleia geral, dos quais, no mínimo 20 % deverão ser conselheiros independentes, com mandato unificado de no máximo dois anos.

- Subscrição no termo de anuência dos administradores e no termo de anuência dos controladores.
- Subscrição no termo de anuência dos membros do conselho fiscal (concordância com os termos e condições estabelecidos no Regulamento da Câmara de Arbitragem do mercado).
- Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do Contrato do Novo Mercado o controlador ou a Companhia, conforme o caso, fará uma oferta pública de aquisição das ações e circulação, tendo por base, no mínimo, o Valor Econômico da Companhia determinado por empresa especializada. A empresa especializada deve ser selecionada em Assembleia Geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. Não se computando os votos em branco, a escolha será feita por maioria de votos dos acionistas das ações em circulação presentes na Assembleia que, se instalada em primeira convocação, deverá contar com a presença de, no mínimo, 20% do total das ações em circulação, ou se instalada em segunda convocação poderá contar com a presença de qualquer número.
- Demonstrações financeiras consolidadas.
- Demonstração dos fluxos de caixa da Companhia e do consolidado.
- Abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital social, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física.
- A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal.
- Evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores.



- Quantidade de ações em circulação e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.
- Relatório de Revisão Especial emitido por auditor independente.
- Informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem
- As demonstrações dos fluxos de caixa da Companhia e do consolidado, discriminadas em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício findo.
- A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal.
- Evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores.
- Quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.
- Ao fim do exercício social, elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais de contabilidade aceitando-se o IFRs ou Us GAAP.
- A empresa deve realizar ao menos uma reunião pública anual com Analistas e outros interessados para apresentar a sua situação econômico-financeira, projetos e perspectivas.
- A empresa deve também divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual, no qual constem as datas dos principais eventos corporativos tais como: assembleias, divulgação de resultados financeiros trimestrais e anuais reunião pública com analistas, reuniões do Conselho de Administração entre outros.

- A Companhia deve divulgar os termos dos contratos firmados com partes relacionadas, cujos valores, em um único contrato ou em contratos sucessivos, atinjam os valores fixados no regulamento de listagem.
- O acionista controlador deve divulgar, mensalmente, quaisquer negociação relativas a valores mobiliários de emissão da Companhia e de seus derivativos que venham a ser efetuados.
- Manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação.
- Quando das distribuições públicas, a empresa deverá garantir esforços para alcançar a dispersão acionária com a adoção de procedimentos especiais de distribuição que podem ser, entre outros, a garantia de acesso a todos os investidores interessados ou distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído. O procedimento de dispersão deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública.
- Após a assinatura de Contrato de Participação no ( Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), em se tratando de oferta Pública Inicial de Ações (primeira distribuição pública), os controladores e Administradores devem abster-se de negociar com ações de que eram titulares logo depois da referida oferta por um período de seis meses. Decorrido ainda esse período inicial, devem abster-se de negociar com 60% dessa posição por mais seis meses, salvo algumas exceções.
- Os prospectos de distribuição pública da Companhia deverão observar os requisitos do regulamento quanto às informações que devem ser divulgados.
- O cancelamento do registro de companhia aberta exigirá a elaboração de laudo de avaliação de suas ações pelo respectivo valor econômico, devendo tal laudo ser elaborado por instituição ou empresa especializada com experiência comprovada e

independência quanto ao poder de decisão da Companhia, seus administradores e/ou acionista controlador, além de satisfazer os requisitos do § 1º do art. 8º da Lei das Sociedades por Ações (peritos da empresa avaliadora devem apresentar laudo fundamentado, com indicação dos critérios de avaliação e devem estar presentes à Assembleia), e conter a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo (os avaliadores e o subscritor responderão pelos danos que causarem por culpa ou dolo).

- Está prevista, no regulamento, a possibilidade de uma empresa solicitar a sua deslistagem dos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Esse fato representa a rescisão do contrato. A principal implicação é a empresa não estar mais obrigada a cumprir os requisitos do regulamento, indo para o mercado tradicional. Isso quer dizer que os investidores não terão mais garantido o conjunto de compromissos assumidos anteriormente pela empresa, por seus controladores e Administradores. A saída dos níveis diferenciados exige a aprovação da decisão por uma Assembléia geral, comunicação com antecedência de 30 dias à BOVESPA e realização de uma oferta pública de aquisição de ações que se encontram em circulação, no mínimo, pelo Valor Econômico.
- A Bovespa, a Companhia, o Acionista Controlador, os Administradores e os membros do Conselho Fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de Participação no Novo Mercado, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem, nos termos de seu Regulamento de Arbitragem.

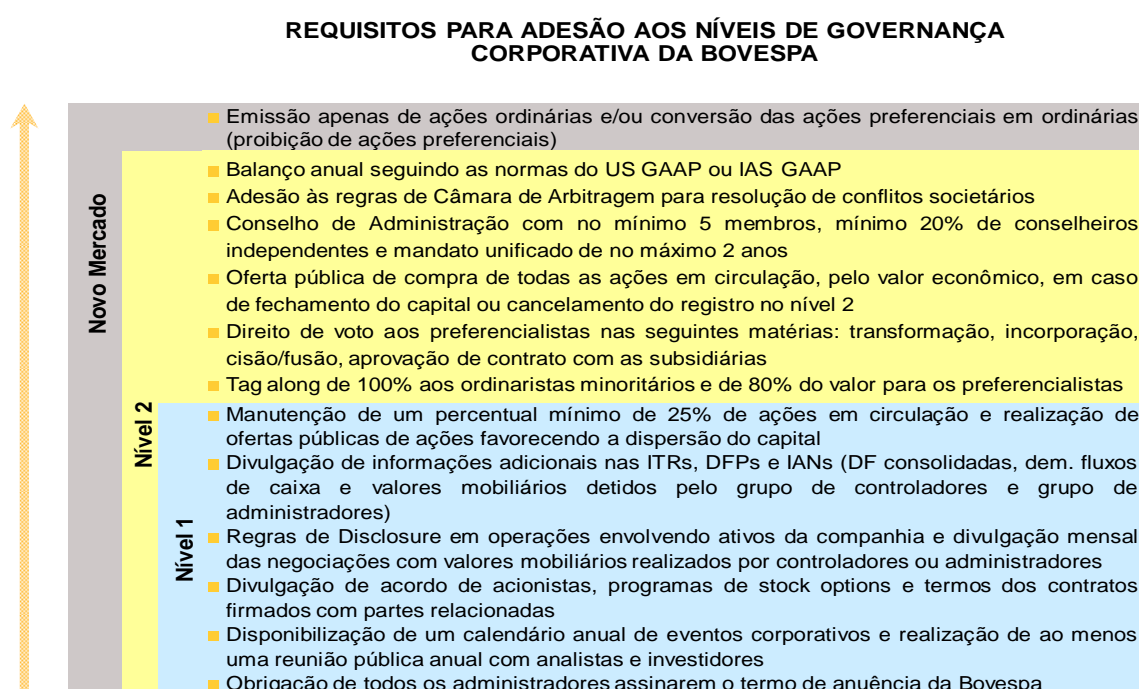
- A alienação de controle da companhia tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante. Neste caso, o acionista controlador alienante e o comprador deverão entregar imediatamente à Bovespa declaração contendo o preço e as demais condições da operação de alienação de controle da companhia ("Tag Along").
- Também deverá ser efetivada oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da companhia, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante, quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venha a resultar na alienação do controle da companhia ou em caso de alienação de controle de sociedade que detenha o poder de controle da companhia, sendo que, neste caso o acionista controlador alienante ficará obrigado a declarar à Bovespa o valor atribuído à companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor.
- Também deverá ser efetivada oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da companhia, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante, por aquele que já detiver ações da Companhia e que venha a adquirir o Poder de Controle da mesma, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o acionista controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, o qual estará também obrigado a ressarcir os acionistas de quem tenha comprado ações em bolsa nos seis meses

anteriores à data da alienação de controle, a quem deverá pagar a diferença entre o preço pago ao acionista controlador alienante e o valor pago em bolsa, por ações da Companhia nesse período, devidamente atualizado.

- A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito de voto.
- Outorga de opções de compra de ações para seus administradores, empregados e pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou à sociedade sob seu controle (para análise futura).
- na Assembleia Geral que deliberar sobre a escolha de empresa especializada responsável pela determinação do valor econômico da Companhia para fins de ofertas públicas referentes a cancelamento de registro de companhia aberta e saída do novo mercado, os acionistas controladores, as pessoas a eles vinculadas e os administradores da Companhia não votarão nessa deliberação.
- O Estatuto dispõe sobre a criação de Comitês para assessoramento ao CA.

A Bovespa mudou a relação destas exigências para deixar claro que ela se aplica apenas no caso de uma abertura de capital. A simples formalização de tais medidas não deverá alterar o ritmo de ingresso das empresas no Novo Mercado. Na opinião de analistas de mercado, a modificação não muda a perspectiva em torno do novo nível. Segundo especialistas de mercado, o maior entrave para o desenvolvimento do mercado de ações está na alta taxa de juros praticados pelo governo e no alto custo Brasil. O segmento de empresas com boa Governança Corporativa abre um leque de aplicações para os fundos de investimentos. Cada vez

surtem carteiras que só aplicam em empresas listadas no Novo Mercado. A transparência é cada vez mais fundamental.



**Figura 1 – Níveis de exigência de Governança Corporativa da Bovespa.**  
**Fonte: Bovespa (2009)**

## 6.2 Lei das Sociedades por Ações

Depois de longo período de discussão pública, em 31 de outubro de 2001 foram promulgadas a Lei nº: 10.303 que alterou a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº: 6.404/76) e a Lei nº: 6.385 de 7 de dezembro de 1976 (a “ Lei do Mercado de Capitais”). O objetivo principal da Lei 10.303/01 é de fortalecer os direitos dos acionistas minoritários. As principais alterações foram:

- O acionista controlador será obrigado a realizar uma oferta pública de aquisição de ações de emissão da empresa, caso ele aumente sua participação no capital social

a um nível que afete significativa e adversamente a liquidez das ações, conforme parâmetros a serem estipulados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

- Qualquer adquirente do controle acionário será obrigado a realizar oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da empresa, ao preço mínimo por ação equivalente a, no mínimo, 80% do preço por ação ordinária, pago pelo bloco de controle.
- O resgate das ações que restarem em circulação poderá ocorrer caso, após uma oferta pública de aquisições de ações, o acionista controlador aumente sua participação o capital social acima de 95%.
- Os acionistas terão direito de recesso, em caso de cisão da Companhia, desde que tal cisão implique em (a) mudança do objeto social, (b) redução do dividendo obrigatório ou (c) participação em um grupo de sociedades (como definido na legislação brasileira).
- As empresas estão obrigadas a conferir aos detentores das ações preferenciais uma das seguintes vantagens a fim de ser cotada e comercializada em bolsa de valores: (i) dividendo prioritário equivalente a, no mínimo, 3% do valor patrimonial da ação, além de participar dos lucros remanescentes em igualdade de condições com as ordinárias; (ii) dividendo preferencial 10% superior ao atribuído a cada ação ordinária; ou (iii) direito de ser incluída na oferta pública de alienação de controle *Tag along*, a 80% do preço. As empresas poderão alterar o Estatuto social para conferir quaisquer destas vantagens, que podem afetar os detentores das ações preferenciais atualmente em circulação, aos detentores de ações preferências em atendimento à Lei nº: 10.303/01 até o final de 2002, sem que tal alteração não confira direito de retirada aos acionistas.

- Os detentores de (i) ações preferenciais representando 10% das ações representativas do capital social total e (ii) ações ordinárias representando 15% das ações do capital votante, não detidas pelo acionista controlador, terão direito a eleger um representante para cada grupo no Conselho de Administração. Não tendo sido reunidos detentores de ações preferenciais e de ações ordinárias em número suficiente para a eleição de representantes de cada grupo, os detentores de ações ordinárias e preferenciais representando, em conjunto, 10% do capital social terão direito a eleger um membro do Conselho de Administração. Até a Assembléia Geral Ordinária – AGO de 2005, os conselheiros que podem ser eleitos de acordo com (i) acima ou pelas detenções combinadas dos acionistas ordinários e preferenciais serão eleitos a partir de uma lista tríplice elaborada pelo controlador. Estes membros do Conselho terão poder de veto na escolha dos auditores independentes.
- Os acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal e da Diretoria serão obrigados a divulgar qualquer compra e venda com ações à CVM e bolsa de valores e mercados de balcão organizados onde as ações sejam negociadas.
- As empresas são obrigadas a enviar cópias da documentação que submeterem aos acionistas, com relação às matérias propostas em assembleias de acionistas, às bolsas de valores onde as ações são mais intensamente negociadas. E
- As empresas são obrigadas a adaptar os Estatutos às novas regras da Lei nº: 10.303/01 até 1 de março de 2003.



### **6.3 Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON e Conselho Federal de Contabilidade – CFC**

O Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON) e o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) formaram o “comitê multiprofissional articulado” que visa uniformizar as regras contábeis brasileiras às regras internacionais até o ano de 2003.

### **6.4 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**

Enfatiza-se a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que lançou no ano de 2002 o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

O Código, que tem como linha mestra a Transparência, a Prestação de contas (*Accountability*) e a Equidade, descreve as melhores práticas que devem ser seguidas de forma contundente pelas empresas que tenham interesse em seguir os princípios de ética e transparência em seus negócios. Os tópicos abordados sobre as principais práticas de Governança Corporativa, descritas no código são:

- 1) Propriedade – Acionistas, Quotistas, Sócios
- 2) Conselho de Administração – representando a propriedade
- 3) Gestão – Executivo principal (*CEO*) e diretoria
- 4) Auditoria – Auditoria Independente
- 5) Fiscalização – Conselho Fiscal
- 6) Ética / Conflito de Interesses.

A Gestão ocorre através da solução de conflitos e equilíbrio dos interesses que possam existir nos Conselhos de Administração / Diretorias Executivas em geral.

O Modelo de Gestão promove o alinhamento e a eficácia das diretrizes da alta gestão com as ações gerenciais.



Modelo de Gestão sugerido – Gestão 2006 – 2009.

Fonte: Diretoria de Governança Corporativa – Brasil Telecom S/A.

## CONCLUSÃO

As práticas de Governança Corporativa representam uma tendência de adoção crescente para as empresas. Geralmente, seu conjunto de práticas é uma exigência das bolsas de valores e entidades do mercado de capitais, que consolidam regras para as empresas listadas, em um movimento global de transparência de informações e a responsabilidade social dos envolvidos.

As práticas ou regras garantem a eficácia de todo um sistema que envolve o relacionamento entre as empresas, os acionistas, os investidores e todos os outros envolvidos como instituições financeiras, do mercado de capitais, regulamentadoras, entre outras,

A Governança Corporativa obteve ainda maior impulso com o aumento de fluxos internacionais de capitais com a globalização financeira, que consequentemente gerou uma valorização das empresas e o aumento do número de emissões de ações.

Por outro lado, as empresas perceberam a resposta positiva dos investidores, gerando retornos anormais e aumento das cotações, já que aumentava a credibilidade e a proteção legal.

Diante disso, a presente pesquisa procurou apresentar e discutir a inserção nas empresas das “ferramentas” de Governança Corporativa durante a década de 2000, em especial o ingresso no Novo Mercado, já que representa o maior nível de exigência, para observar a consolidação das boas práticas de Governança Corporativa no país.

Para analisar a adesão das práticas no Brasil e os motivos que influenciaram nas decisões empresariais de aderirem aos níveis diferenciados, foram

apresentados os benefícios, de modo a evidenciar as principais vantagens das empresas em estabelecerem a Governança Corporativa.

As empresas que ingressam no Novo Mercado ou no Nível 1 e 2, assumem custos relativos às práticas de Governança Corporativa, principalmente, as auditorias e padrões nacionais ou internacionais de contabilidade, a criação de um Conselho de Administração, as apresentações, os eventos, as assembleias, a estrutura responsável pelo relacionamento entre os envolvidos.

Em contrapartida, o interesse o investidor está presente em empresas que possuem Governança Corporativa, ocorrendo benefícios como a valorização das ações, aumento das captações através do mercado de capitais e o aumento da liquidez.

Este trabalho procurou evidenciar que as empresas com Governança Corporativa enquanto ferramenta de controle e gestão mostrou ter uma boa resposta do ponto de vista de valorização de mercado. As empresas aderentes ao nível diferenciado da Bovespa – Novo Mercado, apresentam maior valorização e melhor desempenho financeiro, mesmo as de menor porte e com emissão inicial.

O estudo desta forma aponta as vantagens da Governança Corporativa para as empresa brasileiras, que motivam os novos ingressos, além de constituir um instrumento para o entendimento do atual movimento brasileiro e global em prol das boas práticas de Governança Corporativa, contribuindo para uma reflexão mais fundamentada e crítica desta nova tendência.

## REFERÊNCIAS

- AZEVEDO, S. Companhias abertas relutam em dividir poder; Companhias abrem o jogo nos balanços. **Gazeta Mercantil S. Paulo**, 2000/2001
- BICHUETTI, J.L. **Curso de Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: IBGC, 2002.
- BOSCO, J. L. **Governança Corporativa. O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- BRASIL. Lei Nº: 10.303. **Altera a Lei das Sociedades por Ações**. 2001.
- BRASIL. Lei Nº: 6.404 – **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. 1976.
- CHARAM, R. **Governança Corporativa que produz resultados**. São Paulo: Campus, 2005.
- COMISSÃO de Valores Imobiliários. **Cartilha de Governança Corporativa**. 2002.
- HALLQVIST, B. et al. **Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2000.
- LA PORTA, R. **Proteção aos Investidores e Governança Corporativa**. 2000.
- MADUREIRA, D. A solidão no topo da empresa. **Gazeta Mercantil S. Paulo**, 2001
- MAHONEY, W. F. **Governança Corporativa. O que significa isso, para as empresas e para os investidores? Relações com o Investidor**, Rio de Janeiro, n. 30, ago. 2000.
- PRAHALAD, C. K. O fim das empresas imperialistas. **Harvard Business Review**. Jul./Ago.1998.
- SALMON, W.J. Prevenção de Crises: Como engrenar o Conselho. **Harvard Business Review**, 1993.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. **A Pesquisa de Governança Corporativa**.1997.
- STEINBERG, H. **Governança Corporativa: conselhos que perpetuam empresas**. São Paulo: Ed. Gente, 2008.
- VALADARES, S.M.; LEAL, R. P. C. **Ownership and control structure of Brazilian companies**. Rio de Janeiro, 1999-2000
- VIDIGAL, A. C. **Governança Corporativa no Brasil**. 2002. Disponível em: [www.acvidigal.com.br](http://www.acvidigal.com.br). Acesso em: 04 set. 2012.